

松村通信第 1 0 5 号改訂版

2020 年 2 月 19 日

松村勝弘

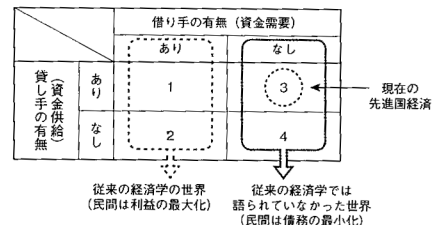
被追国日本を考える

MMT を乗り越える 最近は乱読気味である。リチャード・クー、川島睦保訳『「追われる国」の経済学』東洋経済新報社、2019 年というのを讀んだ。すごく納得いく本であった。とりわけ、前号で紹介した MMT がペン先一つでマネーが生み出せるとしたところに引かかっていたら、こちらはそれを批判していた。「銀行は融資をする際に、現金や同行が中央銀行内に持つ口座に十分な残高を保有していなければならないということである。そうでなければ、銀行は代金の支払いも融資もできないからだ。したがって、銀行は無の状態からマネーを創造できるという考えはまったくのナンセンスである。融資ができるのは、豊富な現金と準備を持っている銀行だけだからだ。」(462-463 頁)

でも、金融政策一本槍での政策運営を批判する点では MMT と共通している。財政政策重視を提言している点では MMT と共通している。とりわけ近年の新古典派経済学に批判的である。私が日頃新古典派経済学に対して抱いている疑問についても納得いく答えを用意してくれていた。とりわけ近年の経済学は現実から遊離していると思う。近年は基礎的な統計データもたくさん作られている。国民経済計算などもっと大事にすべきだと考える。経済学部の先生と話していたら国民経済計算など余り教えられていないと聞いて、経済学を教えている先生たちは具体的な議論を余り好まないのだと理解した。私は具体的リアルに問題を捉えるべきだと考えている。

投資機会喪失 従来の経済学者は右図表 1-3 のケース 1 と 2 の時しか想定していない。今日ケース 3 や 4 であるとして、適切な政策を考えるべきだと言っている。投資機会がなくて借り手不在の中でいくら低金利や量的緩和といった金融政策をしても景気は浮揚せず、バブルとバブル崩壊を繰り返すだけだと言っている。しかも金融機関が不良債権問題を抱えているとケース 4 となってしまう。景気浮揚策は財政出動しかないのに、EU のように、マーストリヒト条約下で政府は縛られている。こんな時に緊縮財政をすれば景気は悪化するばかりである。欧州は不況が続くだろ

図表1-3 貸し手と借り手の状況の違いが生み出す四つの局面



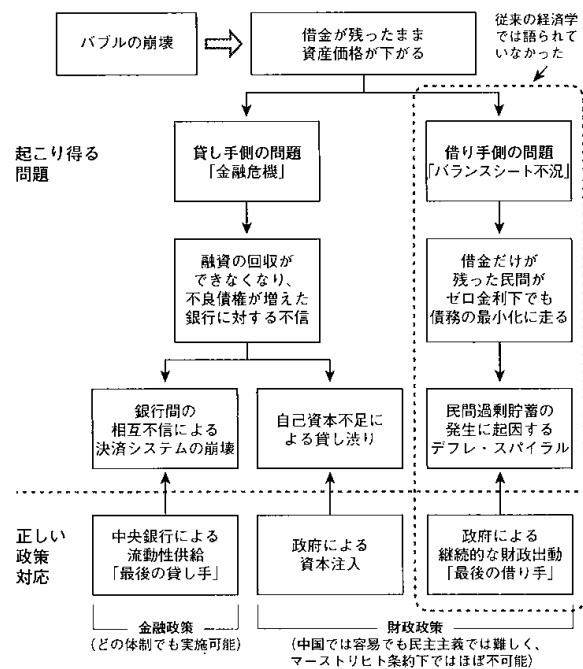
- ケース1 貸し手と借り手が十分な数存在し、金利の微調整で経済が安定的に推移する理想形=教科書の世界
→通常金利
- ケース2 实体经济に借り手はあるが、不良債権問題などで貸し手が不在=貸し取りを含む金融危機
→政策金利よりずっと高い貸出金利
- ケース3 貸し手はあるがバランスシート問題や投資機会不足で借り手が不在=バランスシート不況を含む景気低迷
→超低金利
- ケース4 借り手主導のバランスシート不況と貸し手主導の金融危機が同時発生しているケース
→高格付者のみ超低金利

うし、日本も債務限界説を持ち出してすぐに緊縮しようとしてデフレを続けている。米国だけはバランスがよい。

財政出動 債務限界説を批判するからといって MMT のように、無制約に債務を増やさないとはいわない。「経済がケース 3 と 4 にある時に債券市場が発する超低金利というシグナルは、市場が政府に対して、この超低金利を上回る社会的リターンのある公共事業を探して実施しろというメッセージである。そのようなプロジェクトは、収益が資金コストを上回っているため自己ファイナンスができているということであり、もしそうしたプロジェクトが見つければ、政府はそれらを実施することによって、将来の納税者の負担を増やさずに必要な財政出動を継続することができるからだ。」(202 頁)そして「自己ファイナンスできる事業を発掘して実施するのだが、それには高度に訓練された専門家からなる独立委員会の存在が不可欠」(206 頁)としている。社会的収益力の見込みうるプロジェクトで財政出動すべきだというわけである。ただここでの社会的収益見込みについての具体的計算は行われていない。

不良債権処理の問題点 MMT の前にこの本を讀むべきだったが、この本の出版が昨年 11 月だから、そういう順序にならざるを得なかった。リチャード・クーがバランスシート不況 (図表 8-1 参照) を以前から指摘していたのは知っていたが、その体系は分からなかった。今回はそれを体系的に論じているので、理解

図表8-1 大学で教えてこなかったバブル崩壊後のマクロ経済



(出所) 野村総合研究所作成

できた。そして EU 諸国の低迷はこの日本の経験を全く誤解していたからだという。

「バブル崩壊後の経済では、銀行危機が頻発する。だがユーロ圏の当局者は危機対応で数々の過ちを犯し、銀行部門や経済の回復を大幅に遅らせてしまった。

特に彼らは日本や米国の教訓を誤解し、さらに悪いことにその誤解に基づいた政策を実行してしまった。まず日本について彼らは、日本の長期の景気停滞の原因は、2001年に小泉政権が発足するまで、つまり1990年代のバブル崩壊から10年以上が経過するまで、銀行や政府が不良債権問題を先延ばししたことにあると結論づけた。

また彼らは、2008年以降の米国の景気回復が早かったのは、金融当局が銀行に市場原理にしたがって早急に不良債権を処理するように迫ったからだと考えた。その結果、ユーロ圏の当局者は景気の早期回復のために銀行の不良債権問題は速やかに解決しなければならないという結論に達したのである。」(425-426頁)しかし実際には日本の銀行は早い段階から不良債権の償却を始めていたのであった。「多くの欧米の金融関係者やエコノミストは過去20年間、日本の景気が停滞したのは銀行の不良債権の償却が遅れたことにあると論じてきた。しかしこの見方は、当時筆者が指摘したように、100%間違っている。この神話」は「自分の目先の利益しか考えて

いない一部の人々によって形成された」(426頁)ものであった。すなわち「日本の資産を安く買いたたくことをもくろむ米国の投資銀行やアセット・ストリッパー」は「日本に不良債権処理を急がせることで、日本の銀行を不良債権のたたき売りに追い込み、その分自分たちは安価で日本の資産を買えるともくろんでいた」(450頁)のであった。

実は「過去30年間の日本経済の低迷の主因は、借り手が貸し手よりも早く消えていったことにあるということである。つまり国内で魅力的な投資機会を見つけることができなかつたり、バブルの崩壊でバランスシートが傷ついたりしたために、企業はゼロ金利にもかかわらず、資金を貯蓄や借金の返済に回した。実際に、日本の民間部門は過去20年間、金利がゼロであったにもかかわらず、年平均でGDPの8.5%の貯蓄を行ってきた。こうして見ると、過去30年間の日本の経済は基本的にケース3であり、1997年、2002年、2008年の3回だけは、短期間ながらケース4へ移行していたと言える。」(436-437頁)

国際資本移動 また、国内に投資機会がないだけでなく、新興国でもっと資本利益率の高い投資機会があるから、資本は海外へ流れる。EUはこの問題に対処できないという構造的問題を抱えている。「ここでの根本的な矛盾は、国同士は合体する意志がないのに、金融市場はあたかも単一国家であるように振る舞っているところから生じているのである。トランプ大統領は今日の問題の原因は自由貿易にあると主張しているが、現実には巨大な世界不均衡を引き起こしているのは自由化された資本移動の方なのである。資本移動の自由化と、それがもたらす各国の対外不均衡が放置されている限り、貿易摩擦や保護主義は今後も重大な政治・外交問題であり続けるだろう。」(516頁)とこのように、自由で野放図な国際資本移動に批判的である。

国際資本移動はいわば穴の空いたバケツのようなもので、いろんな政策を国内で打ってもダダ漏れで効果を失わせるものであるといえる。

HP, FBを見て下さい。又何でも意見を。皆さんのご意見を歓迎します。HP (<http://www.ritsumei.ac.jp/~matumura/>) もご覧下さい。フェイスブックもやってます。また、メールで意見交換しましょう。メールをよこして下さい (matumura@mba.ritsumei.ac.jp)。